

## EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### **Evolución del sector real de la economía española**

Como ya se comentó en el Boletín Económico de noviembre, de acuerdo con las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral, en el tercer trimestre de 2006 se prolongó el creciente dinamismo que viene mostrando la actividad económica en España desde mediados de 2004, con un aumento interanual del PIB del 3,8%, una décima más de lo observado en el trimestre anterior<sup>1</sup>, lo que representa la tasa más elevada desde finales de 2001. Este comportamiento fue consecuencia de una mejora de la aportación del sector exterior, ya que la demanda nacional mantuvo un crecimiento constante. Por componentes de la demanda, mientras que la formación bruta de capital se aceleró una décima, hasta el 6,3%, apoyándose en un leve repunte tanto de la construcción como de la inversión en bienes de equipo, el consumo privado creció un 3,6%, una décima menos que en el trimestre previo, y el consumo público mantuvo su avance en el 4,2%. La información referida a los últimos meses del año, todavía muy parcial, muestra que la actividad ha continuado registrando un elevado dinamismo.

Entre la información coyuntural referida al consumo privado, el indicador de confianza de los consumidores experimentó una ligera mejora en noviembre (véase gráfico 1), mientras que las encuestas de opinión dirigidas a los empresarios del comercio minorista mostraron un cierto deterioro en dicho mes. Por su parte, las matriculaciones de automóviles volvieron a crecer a tasas positivas en noviembre (un 2,3%), frente a la caída de la demanda observada a lo largo de gran parte del año. El índice de ventas al por menor, en términos reales, se desaceleró en octubre, debido a las ventas de alimentos, pues las de productos no alimenticios intensificaron su ritmo de crecimiento. Para el conjunto del cuarto trimestre del año, la información disponible anticipa un crecimiento sostenido del indicador sintético del consumo privado.

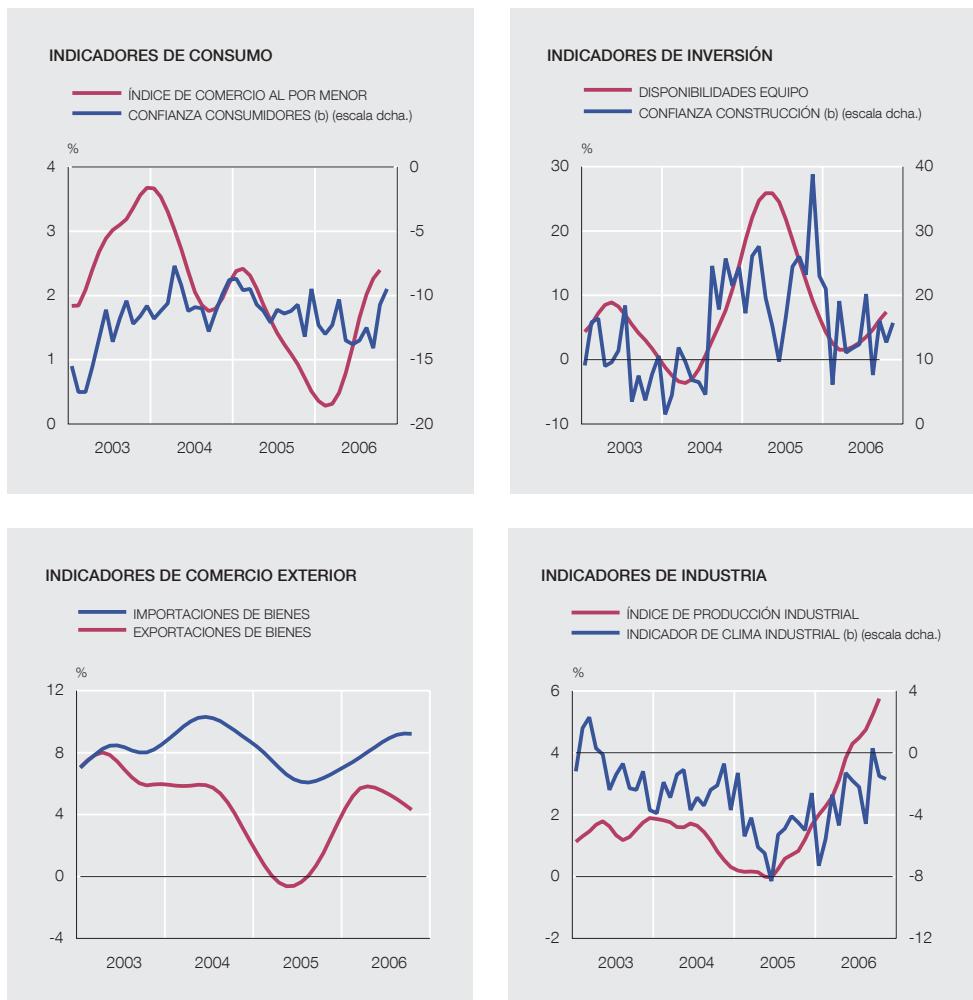
Los indicadores de inversión en bienes de equipo han continuado mostrando un notable dinamismo en el cuarto trimestre. En octubre, tanto el indicador de clima industrial del sector productor de bienes de inversión como la cartera de pedidos de este sector mejoraron, mientras que el indicador de disponibilidades de bienes de equipo también experimentó un buen comportamiento. En relación con la construcción, la mayor parte de indicadores disponibles siguen apuntando un tono de fortaleza. Los indicadores de empleo evolucionaron favorablemente en octubre y noviembre, con incrementos de la afiliación a la Seguridad Social, aunque a tasas algo inferiores a las de los trimestres anteriores, y con caídas del paro registrado a ritmos del 3%. Los indicadores de carácter adelantado también han mostrado una gran robustez. Así, la superficie a construir según los visados de obra nueva para viviendas ha acumulado un incremento superior al 20% en los nueve primeros meses de 2006, por encima del 5,6% observado en 2005, aunque, como se comentó en meses anteriores, ese dato está seguramente afectado por la entrada en vigor del Código Técnico de Edificación en septiembre, lo que arroja dudas sobre el plazo de ejecución de los proyectos recientemente aprobados. Por su parte, la licitación en obra civil crece a un ritmo superior al del año anterior, manteniendo unas tasas interanuales elevadas.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 9,3% en octubre, en contraste con el descenso del 1% de septiembre, si bien la recuperación

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales.

## INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 1



FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

- a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.  
 b. Nivel de la serie original.

ción de octubre se debe, en parte, a un efecto base, pues los datos del mismo mes de 2005 fueron inusualmente bajos. La evolución de las exportaciones en octubre fue consecuencia, sobre todo, del intenso crecimiento de las ventas de bienes de equipo, que se incrementaron un 27%, y de las exportaciones de bienes intermedios no energéticos, que aumentaron un 11,6%. Las ventas de bienes de consumo mostraron un avance más modesto, del 5%. Por áreas geográficas, la tasa más alta de expansión se registró en las exportaciones dirigidas a la zona del euro (10,9%, en términos reales), muy por encima de los ritmos observados en el trimestre anterior, mientras que las ventas extracomunitarias registraron un aumento del 7,4%. Las importaciones reales de bienes se aceleraron aún más intensamente en octubre, con una tasa de expansión del 17,2%, que refleja también la presencia de un efecto base. Al igual que en el caso de las exportaciones, la partida más dinámica fue la compra de bienes de equipo, que creció un 31,5%. Las compras de bienes intermedios no energéticos mantuvieron un elevado vigor (16,9%), mientras que las importaciones de bienes de consumo se incrementaron un 13,6%. El déficit comercial, en términos nominales, aumentó su ritmo de avance interanual en octubre hasta el 26,6%, por encima de la tasa del tercer trimestre, como consecuencia del gran dinamismo de las importaciones.

Los principales indicadores reales de turismo atenuaron su vigor en octubre y noviembre, aunque mantuvieron un comportamiento positivo, con aumentos del 2,2% en el número de pernociaciones hoteleras de extranjeros y del 2,8% en el número de turistas entrados por fronteras, en comparación con tasas del 5,6% y del 3,7%, respectivamente, en los meses de verano. Los indicadores nominales de gasto también mostraron un cierto deterioro, pues, según la Encuesta de Gasto Turístico, el gasto realizado por los turistas disminuyó un 5% en octubre, lo que contrasta con la expansión superior al 5% que mostró este indicador en el tercer trimestre.

El saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de casi 62 mm de euros en los nueve primeros meses del año, un 38% por encima del registrado en el mismo período de 2005. El déficit de la balanza por cuenta corriente se incrementó un 29%, debido, principalmente, al empeoramiento de la balanza comercial, que se situó en 59 mm de euros, y, en menor medida, al retroceso del superávit de la balanza de servicios, hasta los 15 mm de euros. Esta última se vio afectada por la contracción del saldo positivo de la balanza de turismo y viajes, y por el incremento en el saldo negativo de otros servicios. Finalmente, la balanza de capital alcanzó un superávit de algo más de 3 mm de euros, en torno a un 42% menos que en 2005, debido a la disminución de los ingresos de las Administraciones Públicas (AAPP) en concepto de transferencias de capital procedentes de la UE.

Desde la óptica de la oferta, el índice de producción industrial siguió acelerándose en octubre, con una tasa interanual del 5,4%, 1,4 puntos porcentuales (pp) por encima del dato registrado en septiembre. De acuerdo con su destino económico, se produjo una aceleración de todos sus componentes, que se manifestó de forma más intensa en el caso de la producción de bienes de equipo (hasta el 9,6%). Los restantes indicadores de la industria también evolucionaron, en general, favorablemente en octubre y noviembre. El índice de gestores de compras (PMI) siguió acumulando valores altamente positivos, que confirman su avance, mientras que la confianza industrial permaneció estabilizada. Por su parte, los indicadores de empleo mantuvieron un tono similar al de los pasados meses, con una leve recuperación en el ritmo interanual de afiliación a la Seguridad Social en noviembre, unido a un descenso más fuerte en el paro registrado en dicho mes (-6%).

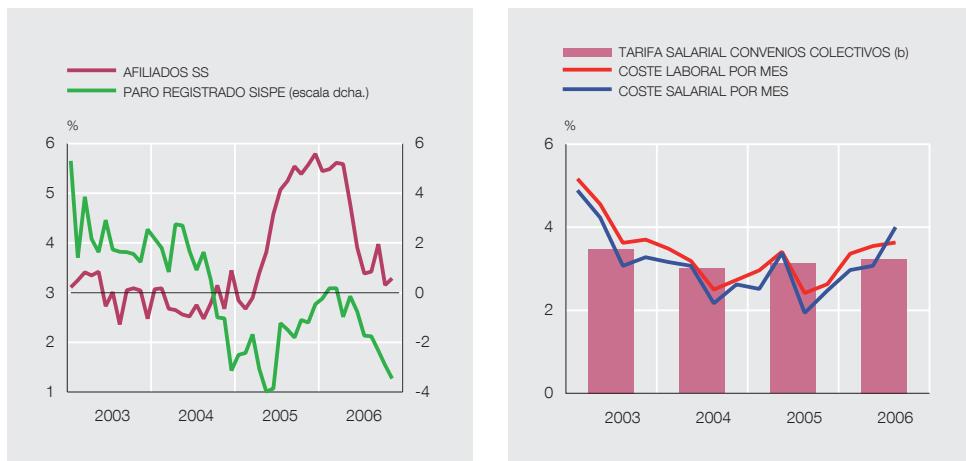
En cuanto a la actividad del sector terciario, la información coyuntural es bastante positiva. Por una parte, los indicadores de opinión —índice de gestores de compras (PMI) e indicador de confianza— alcanzaron en noviembre uno de los valores más elevados desde julio de 2000; por otra parte, los indicadores del mercado de trabajo se comportaron de forma favorable en noviembre, con un aumento del número de afiliados del 4,3% y con una caída más pronunciada del paro registrado, hasta el -3,5%.

En general, los indicadores del empleo han presentado un notable dinamismo en noviembre. Los afiliados a la Seguridad Social aumentaron un 3,3% en tasa interanual, dos décimas más que el mes anterior (véase gráfico 2). Descontando los efectos derivados del proceso de regularización de inmigrantes, también se apreció un avance en el número de afiliados, cuya tasa interanual fue, asimismo, del 3,3%, una décima más que en octubre. Por su parte, el paro registrado situó su tasa interanual en el -3,5%, confirmando el progresivo perfil descendiente que viene mostrando desde mediados de 2006.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta noviembre de 2006 un superávit de 21.951 millones de euros (2,3% del PIB), frente al superávit de 14.709 millones de euros (1,6% del PIB) registrado hasta noviembre de 2005. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta noviembre de 2006 se saldó con un superávit de 17.070 millones de euros, frente al superávit de 11.209 millones registrado en el mismo período del año anterior.

## EMPLEO Y SALARIOS (a)

GRÁFICO 2

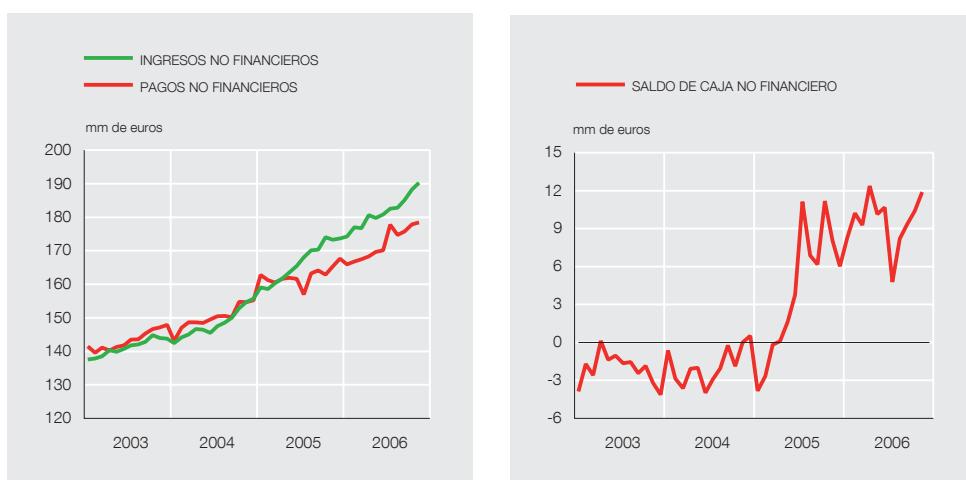


FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta noviembre 2006.

## INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA Totales móviles de doce meses

GRÁFICO 3



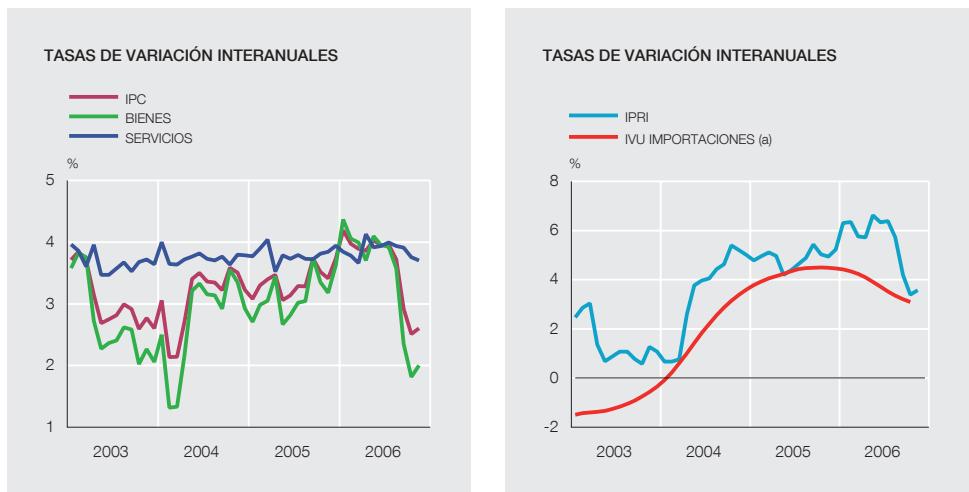
FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- a. Tanto la serie de ingresos como la de pagos incluyen la parte de la recaudación que corresponde a las Administraciones Territoriales en virtud de sus sistemas de financiación.

Siguiendo con la ejecución en términos de caja, los ingresos aceleraron su ritmo de crecimiento hasta el 10,5% (frente al 9% del mes anterior), debido al elevado dinamismo que han mostrado los ingresos impositivos. Por su parte, los pagos también se aceleraron, aunque en menor medida que los ingresos, y presentaron un crecimiento del 6,2% en noviembre, frente al 5,9% en octubre. Dicha aceleración fue debida a los pagos corrientes, mientras que los pagos de capital se redujeron respecto al mismo período del año anterior.

### Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, el coste laboral por trabajador y mes experimentó un avance interanual del 3,6% en el tercer trimestre, una décima por encima de la tasa registrada en el período precedente, con lo que se prolonga la senda de suave aceleración que viene mostrando este indicador a lo largo del año. Este repunte se debió a la fuerte aceleración del componente salarial, que aumentó un 4%, casi un punto porcentual más que en



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

el trimestre anterior, mientras que los costes no salariales se ralentizaron significativamente, al disminuir 2,3 pp, hasta el 2,6%. Dentro de los costes salariales se observa un aumento del salario ordinario del 4,4% y una recuperación de los pagos extraordinarios, que vuelven a presentar tasas de avance positivas. El aumento salarial pactado en los convenios colectivos registrados volvió a elevarse moderadamente en noviembre, al pasar del 3,21% acumulado hasta octubre al 3,23%. Este incremento es en una décima superior al aumento con que se cerró el año 2005 sin incluir cláusula de salvaguarda (3,13%). En el último mes el proceso de negociación ha continuado avanzando, con una incorporación de 377.000 trabajadores adicionales, con lo que el número total de trabajadores afectados por los convenios registrados en este período del año alcanza ya casi 8,5 millones —un 6,3% más de los que firmaron convenio en el mismo período de 2005—. Por ramas de actividad, el aumento de las tarifas repuntó ligeramente en la agricultura (3,8%) y muy levemente en los servicios (3,18%), permaneciendo estable en la industria (3,32%) y en la construcción (2,97%).

Los precios de consumo aumentaron un 0,2% en noviembre respecto al mes anterior, con lo que la tasa interanual repuntó 1 décima, hasta el 2,6% (véase gráfico 4). Este incremento fue debido, exclusivamente, al encarecimiento de los precios de los productos energéticos (0,3%) tras la caída del mes anterior (-1,9%), mientras que el IPSEBENE, que excluye los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, se desaceleró dos décimas, situando su crecimiento interanual en el 2,6%. Dentro del IPSEBENE, los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos redujeron su ritmo de avance interanual en una décima, alcanzando unas tasas del 3,7% y 1,2%, respectivamente. La desaceleración más fuerte se produjo en los precios de los alimentos elaborados, que pasaron de una tasa del 3,4% en octubre al 2,9% en noviembre. Finalmente, los precios de los alimentos no elaborados suavizaron dos décimas su ritmo de crecimiento, hasta alcanzar una tasa del 5%. La tasa interanual del IAPC también aumentó una décima en noviembre, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 2,7% (0,2% en tasa intermensual). Con este dato, el diferencial de inflación con la UEM se redujo 2 décimas, hasta 0,8 pp, dado que el IAPC de la UEM se incrementó hasta el 1,9% en noviembre.

En noviembre, la tasa de variación interanual del índice de precios industriales se incrementó ligeramente, hasta el 3,6%, aunque se sitúa sustancialmente por debajo de los niveles regis-

trados hasta el mes de agosto, que eran cercanos o superiores al 6%. La moderación observada en los últimos meses frente a ese período se ha basado en la desaceleración de los precios de la energía, si bien los precios de los bienes de consumo también se han ralentizado en alguna medida. En noviembre, en cambio, el ritmo de crecimiento interanual de los precios tanto de los bienes de consumo como de los bienes de equipo aumentó levemente, hasta el 2,5% en ambos casos.

Los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), siguieron manteniendo en octubre un tono moderado, con una tasa de crecimiento interanual del 1,7%, similar al 1,4% registrado en el tercer trimestre. Por componentes, los precios energéticos aumentaron ligeramente su ritmo de avance, hasta el 8,9%, mientras que los IVU no energéticos mostraron tasas positivas, pero muy modestas (0,6%), si bien los precios de los bienes de equipo intensificaron su tasa de caída hasta el 8%. El IVU de las exportaciones aumentó a tasas mucho más elevadas, un 5,7% interanual en octubre, tres décimas más que en el mes previo. Por componentes, destacan las alzas en los precios de los bienes intermedios no energéticos (7,5%) y de los bienes de consumo no alimenticio (6,4%), mientras que los bienes de equipo siguieron abaratándose significativamente, aunque no tanto como las correspondientes importaciones, con una disminución de los precios del 4%.

Según los índices de precios de exportación e importación de productos industriales publicados por el INE, los precios de importación de los productos industriales recortaron en octubre 3 décimas su tasa interanual, hasta el 2,9%. Esta desaceleración fue resultado de la ralentización de los precios de compra de los bienes intermedios y de la energía, mientras que, por el contrario, los precios de los bienes de consumo y los bienes de equipo mantuvieron crecimientos constantes. Por su parte, el índice general de precios de exportación de productos industriales redujo su tasa interanual hasta el 3,3% en octubre, tras haberse mantenido por encima del 4,5% durante casi todo el ejercicio, fundamentalmente por el descenso de los precios energéticos (-6,7%), aunque también se moderaron los precios de los bienes de consumo, hasta el 0,9%.

#### **Evolución económica y financiera en la UEM**

En los días transcurridos de diciembre, la evolución financiera internacional se ha caracterizado por el comportamiento alcista de las bolsas —que ya estaban situadas en niveles próximos a sus máximos históricos—, por la consolidación de un dólar más depreciado, y por nuevos estrechamientos de las primas de riesgo de crédito para las empresas de baja calificación crediticia, en los países desarrollados, y de los diferenciales soberanos en los mercados emergentes. Los mercados, reaccionando, en parte, al comunicado posterior a la reunión de diciembre de la Reserva Federal y, sobre todo, a las perspectivas de un comportamiento más favorable de la actividad en Estados Unidos, retrasaron sus expectativas de una posible reducción del tipo de interés oficial en ese país hasta el segundo trimestre de 2007, mientras que los tipos de interés a largo plazo repuntaron ligeramente, situándose en torno al 4,60% a 10 años. El aspecto más destacado en las economías emergentes fue la imposición de restricciones a las entradas de capitales en Tailandia con objeto de frenar la apreciación del bath tailandés. Esta medida provocó un fuerte descenso de la bolsa de este país, que afectó negativamente al resto de bolsas, si bien, posteriormente y en respuesta a la reacción de los mercados, las autoridades decidieron revocar las restricciones parcialmente. Por su parte, el precio del petróleo tipo Brent se mantuvo relativamente estable en torno a 62 dólares por barril.

En Estados Unidos, la estimación final de las cifras de Contabilidad Nacional del tercer trimestre arrojó un crecimiento del 2% en tasa trimestral anualizada, seis décimas por debajo del alcanzado en el segundo trimestre. Los datos más recientes sugieren que la econo-

mía ha mantenido un ritmo de expansión moderado en el cuarto trimestre. Por una parte, los indicadores de consumo fueron por lo general positivos. El gasto real en consumo privado de los hogares creció un 0,5% intermensual en noviembre y las ventas al por menor mostraron un crecimiento sorprendentemente robusto, del 1%, en noviembre. Sin embargo, el indicador más empleado para el seguimiento de la inversión empresarial —los pedidos de bienes de capital, excluyendo defensa y aviones— disminuyó en octubre y noviembre respecto al mes anterior. Por otra parte, en el mercado inmobiliario, el número de permisos de viviendas se ha reducido, en tanto que las ventas de viviendas nuevas y usadas se han mantenido prácticamente estables, aunque en niveles inferiores a los observados al comienzo del año. En este contexto, el precio de la vivienda registró caídas en el tercer trimestre en algunos estados, aunque, a nivel nacional, el valor de los inmuebles es aún un 7,7% más alto que el de hace un año. Los indicadores de actividad parecen señalar una divergencia entre la atonía del sector de manufacturas —el ISM cayó hasta 49,5, pero la producción industrial tuvo un crecimiento positivo en noviembre— y los servicios, donde los datos fueron consistentes con un ritmo sólido de expansión. Esta divergencia se aprecia también en los datos del mercado laboral. Así, la elevada creación de empleo en noviembre se concentró en los servicios, que compensaron la pérdida de puestos de trabajo en las manufacturas y la construcción. En cuanto al sector exterior, el déficit por cuenta corriente del tercer trimestre alcanzó el 6,8% del PIB (6,6% en el segundo), debido al aumento del déficit comercial; no obstante, la caída acusada de las importaciones, debida en buena medida a la reducción del precio del petróleo, dio lugar a una reducción significativa del desequilibrio comercial en octubre. Los datos del IPC y del defactor del consumo personal de noviembre fueron mejores de lo esperado, pues tanto los índices generales como los subyacentes se mantuvieron estables respecto a octubre. La tasa interanual del IPC general aumentó desde el 1,3% al 2%, por el efecto de la base de comparación, mientras que su tasa subyacente se redujo en una décima, hasta alcanzar el 2,6% interanual, y la del defactor del consumo personal bajó del 2,4% al 2,2%.

En Japón, la amplia revisión de las cifras de la Contabilidad Nacional redujo el crecimiento estimado del PIB del tercer trimestre hasta el 0,8%, en tasa trimestral anualizada, desde el 2% previo, debido a la importante reestimación del crecimiento de la inversión privada en maquinaria —desde el 12% al 6,1%— y a la intensificación de la caída del consumo privado, hasta el -3,7%. En tasa interanual, la revisión redujo el ritmo de expansión 1,1 pp, hasta el 1,6%. Entre los indicadores de actividad más recientes, la producción industrial de octubre sorprendió notablemente al alza, al crecer un 1,6% mensual, al tiempo que los planes de producción se revisaban al alza en noviembre. Igualmente, el índice de sentimiento de las grandes empresas manufactureras de la encuesta Tankan para el cuarto trimestre se mantuvo en niveles elevados, mientras que los indicadores de construcción registraron un tono positivo en octubre y la confianza del consumidor repuntó en octubre y noviembre. Sin embargo, las ventas al por menor moderaron su ritmo de crecimiento interanual en octubre y los pedidos de maquinaria aumentaron menos de lo esperado, mientras que el PMI de manufacturas de noviembre se situaba en su menor nivel en más de año y medio. El mercado laboral mantuvo el dinamismo de meses previos y la tasa de paro del mes de noviembre se redujo una décima, hasta el 4%. En el ámbito externo, tanto las exportaciones como —en menor medida— las importaciones se desaceleraron en tasa interanual en octubre, a pesar de lo cual el saldo de la balanza por cuenta corriente repuntó en dicho mes, debido a la ampliación del superávit de la balanza de rentas. En cuanto a los indicadores de inflación en noviembre, cabe destacar la desaceleración de los precios de consumo, desde el 0,4% al 0,3% interanual, y de los precios al por mayor, desde el 2,8% al 2,7% interanual, en ambos casos debido a la moderación de los precios de los combustibles. Por último, el Banco de Japón decidió mantener inalterado el tipo de interés oficial en el 0,25% en su reunión de política monetaria del mes de diciembre.

En el Reino Unido, los indicadores más recientes señalan retrocesos en algunos sectores y un leve repunte de la inflación. Así, los PMI de manufacturas y construcción se debilitaron en noviembre (aunque siguen en zona de crecimiento), confirmando la mala señal que dio la producción industrial en octubre, con una caída del 0,8%; sin embargo, el PMI de servicios volvió a aumentar. En octubre, continuó la creación de empleo, mientras que la tasa de paro se mantuvo en el 5,5% y los salarios se aceleraron, alcanzando un crecimiento interanual del 3,8%. Por el lado de los precios, el IPC sorprendió al alza, situando su tasa interanual en el 2,7%, tres décimas más que en octubre, y la inflación subyacente aumentó del 1,4% al 1,6%. También los precios de la vivienda se han seguido acelerando, registrando un incremento interanual próximo al 10% en noviembre.

En China se observó una aceleración de la actividad en noviembre, tras la moderación de los meses previos. La inversión en activos fijos, uno de los indicadores de posible recalentamiento, creció un 25,2% interanual en noviembre, mientras que la producción industrial se aceleró levemente y las ventas al por menor mantuvieron un tono dinámico. El superávit comercial alcanzó los 22,9 mm de dólares, impulsado por el dinamismo de las exportaciones, llevando el superávit acumulado en los once primeros meses del año a 157 mm de dólares, un 72% más que el año anterior. A pesar de la continua, pero suave, apreciación del renminbi frente al dólar, las reservas exteriores superaron el billón de dólares en octubre. La inflación de los precios de consumo aumentó en noviembre —muy influida por los precios de los alimentos—, hasta el 1,9% interanual, mientras que la de los precios de producción se redujo levemente, hasta el 2,8%. Por otro lado, tal y como establecen los acuerdos con la OMC, China liberalizó formalmente las actividades de la banca extranjera en el país.

En América Latina se estima que el crecimiento del PIB durante el tercer trimestre se aceleró desde el 4,1% hasta el 5,1% interanual. Parte de esta aceleración se debe a un efecto base, que ha hecho repuntar sensiblemente la tasa de crecimiento interanual de Brasil. En términos de tasas intertrimestrales, la mayoría de los países registraron crecimientos similares o inferiores a los del segundo trimestre, con la excepción de Argentina, donde el PIB se aceleró sensiblemente. Los indicadores de actividad del cuarto trimestre publicados hasta la fecha muestran signos de una ligera ralentización del crecimiento en México, cierta reactivación en Chile y un mantenimiento del dinamismo en Argentina, Colombia, Venezuela y Perú. Con respecto a la evolución de los precios, la inflación del conjunto de la región alcanzó un mínimo histórico del 4,7% interanual en noviembre. Es especialmente destacable la reducción experimentada en México y Brasil, mientras que en Venezuela los precios se aceleraron nuevamente y en Argentina se mantuvieron tasas de crecimiento elevadas. En este contexto, el Banco Central de Brasil volvió a reducir su tipo de interés de referencia, en 50 puntos básicos (pb), hasta el 13,25%, y el Banco Central de Colombia los elevó en 25 pb, hasta el 7,5%. El favorable entorno exterior contribuyó a la fortaleza de la cuenta corriente en la mayoría de los países —con las excepciones de Colombia y México, donde el déficit comercial se amplió— y permitió nuevas emisiones de deuda en condiciones ventajosas. Por último, Estados Unidos prorrogó por seis meses los beneficios comerciales de preferencias arancelarias a Colombia, Perú, Ecuador y Bolivia, ampliables a otros seis en el caso de que se avance en la consecución y aplicación de tratados de libre comercio, ya firmados en el caso de Colombia y Perú.

La primera estimación de la Contabilidad Nacional del área del euro del tercer trimestre de 2006 situó el crecimiento intertrimestral del PIB en un 0,5%, tras el aumento del 1% en el trimestre precedente —cifra revisada al alza desde el 0,9% publicado anteriormente—. La desaceleración del PIB obedeció a la menor contribución de la variación de existencias, que fue nula, frente a los 0,3 pp registrados en el trimestre precedente, y, en menor medida, de la

		2006					
		JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	3,4	5,5	3,3	3,6		
	Comercio al por menor	1,9	2,2	1,2	1,1		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-4,7	-1,2	0,8	-0,3	4,5	
	Indicador de confianza de los consumidores	-8,0	-9,0	-8,0	-8,0	-7,0	
	Indicador de clima industrial	4,0	2,0	4,0	5,0	6,0	
	IAPC	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	7,8	8,2	8,5	8,5		
	M1	7,4	7,2	7,2	6,3		
	Crédito a los sectores residentes	9,2	9,2	9,4	9,0		
	AAPP	-0,7	-1,4	-1,5	-2,4		
	Otros sectores residentes	11,8	11,9	12,2	12,0		
	<i>De los cuales:</i>						
	– Préstamos a hogares	9,5	9,2	9,1	8,7		
	– Préstamos a sociedades no financieras	11,8	12,0	12,7	12,9		
	EONIA	2,81	2,97	3,04	3,28	3,33	3,41
	EURIBOR a tres meses	3,10	3,23	3,34	3,50	3,60	3,67
	Rendimiento bonos a diez años	4,10	3,97	3,84	3,88	3,80	3,79
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,07	0,98	0,94	0,90	0,85	0,74
	Tipo de cambio dólar/euro	1,268	1,281	1,273	1,261	1,288	1,323
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	5,2	8,8	11,9	15,3	15,5	20,2

FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Media del mes hasta el día 18 de diciembre de 2006.

b. Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

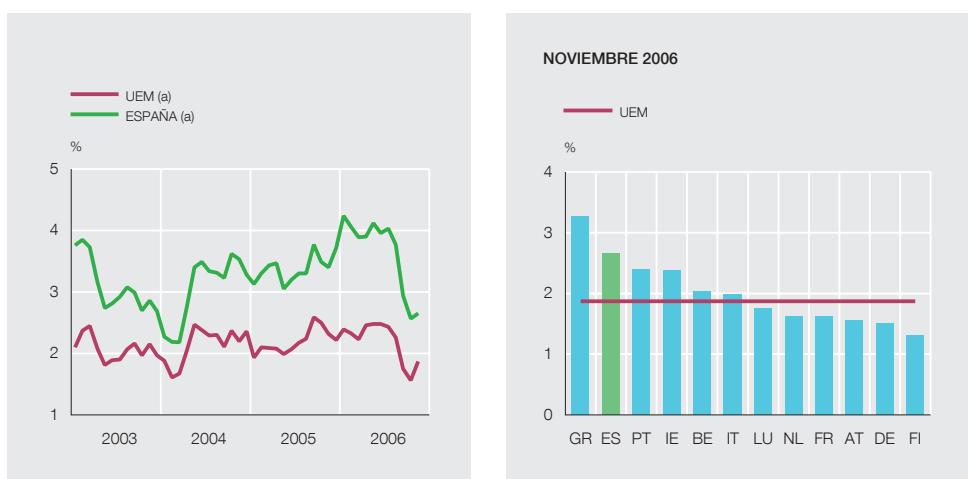
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 18 de diciembre de 2006.

demanda exterior neta, ya que la demanda interna sin existencias repitió su aportación al crecimiento del producto (0,7 pp). Dentro de esta, el dinamismo del consumo privado y público contrarrestó la desaceleración de la formación bruta de capital fijo. Por su parte, el repunte de las importaciones por encima del de las exportaciones motivó la reducción de una décima de la contribución de la demanda exterior neta, hasta -0,1 pp. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB ha retrocedido una décima, hasta el 2,7%.

Los indicadores publicados recientemente apuntan, en general, al mantenimiento o a una tenua mejora del ritmo de expansión de la actividad en los últimos meses de 2006. Así, en la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial permaneció prácticamente inalterado en octubre en relación con el mes anterior y su ritmo de crecimiento interanual se situó en el 3,6%, tres décimas por encima del de septiembre (véase cuadro 1). Además, el indicador de confianza de la industria elaborado por la Comisión Europea mostró avances adicionales en octubre y noviembre, mientras que el índice de la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera experimentó una mayor estabilidad, ya que se situó en noviembre en el nivel alcanzado a finales del tercer trimestre. Por su parte, los indicadores de opinión del sector servicios mostraron en media y con datos hasta noviembre cotas similares a las del tercer trimestre. Por el lado de la demanda, el indicador de ventas minoristas mantuvo en octubre un tono de avance moderado, si bien las matriculaciones de automóviles registraron un notable dinamismo en noviembre (en consonancia con la anticipación de las compras de automóviles por parte de los consumidores alemanes, previa a la subida del IVA en enero de 2007) y los indicadores cualitativos de confianza de los consumidores y minoristas prolongaron en octubre y noviembre su mejoría. Respecto a la demanda externa, los indicadores de expectativas

**ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO**  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

a. El último dato representado, referido a noviembre de 2006, se corresponde con el dato definitivo publicado por Eurostat, en el caso de la UEM, y con el del IAPC que publica el INE, en el caso de España.

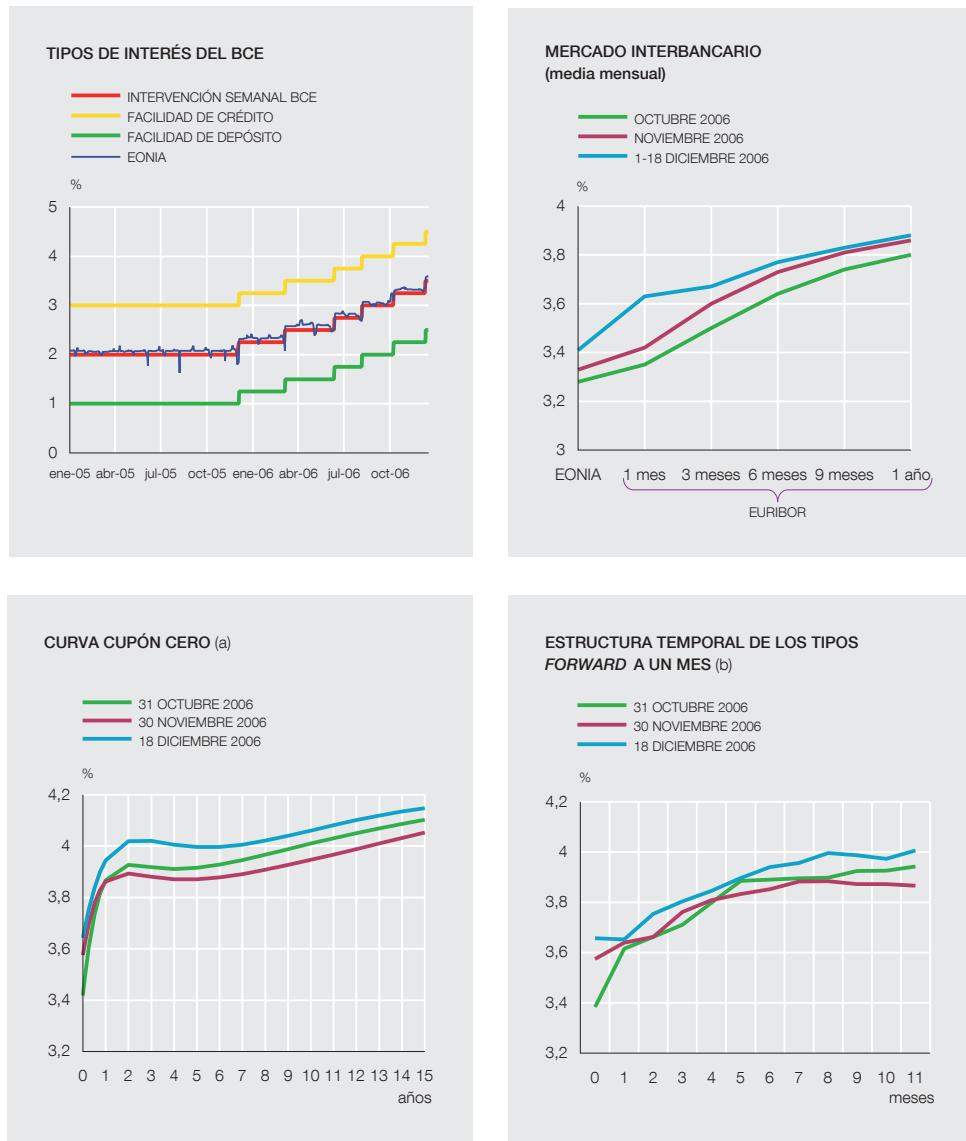
de exportación y de cartera de pedidos exteriores se situaron en los últimos meses de año en niveles elevados y similares a los observados en el tercer trimestre.

La inflación del área, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó tres décimas en noviembre, hasta situarse en el 1,9% (véase gráfico 5). Este comportamiento reflejó el repunte de los precios de los bienes energéticos y los alimentos no elaborados, ya que la tasa de variación del resto de los componentes permaneció estable o se redujo ligeramente. Por ello, el IPSEBENE —indicador que excluye a los primeros— se situó por segundo mes consecutivo en el 1,6%. Por su parte, el IPRI registró en octubre una disminución de seis décimas en su tasa de variación interanual, hasta el 4%, como consecuencia de la fuerte desaceleración de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los bienes intermedios, ya que las tasas de crecimiento de los restantes componentes apenas variaron.

En su reunión del 7 de diciembre, el Consejo de Gobierno del BCE valoró que existían riesgos al alza para el mantenimiento de la estabilidad de precios —relacionados con el petróleo, posibles nuevas medidas fiscales y la evolución de los salarios en un contexto de amplia liquidez—, lo que justificaba un nuevo ajuste de 25 pb del tono de la política monetaria. Esta ha sido la sexta vez que el Banco Central Europeo ha subido los tipos de interés en 25 pb desde que en diciembre de 2005 empezara a retirar el tono acomodaticio de la política monetaria. Tras esa decisión, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se ha situado en el 3,5%, y los de las facilidades marginales de depósito y crédito en el 2,5% y en el 4,5%, respectivamente. En todo caso, la curva de rendimientos del mercado monetario muestra una ligera pendiente positiva, reflejo de expectativas moderadas de subidas de los tipos de interés en los próximos meses (véase gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública, el tipo de interés a diez años ha permanecido muy estable desde finales del mes de noviembre en la UEM, situándose a mediados de diciembre alrededor del 3,8%. Por otra parte, la confirmación del menor crecimiento de la economía estadounidense favoreció una caída de la rentabilidad del bono americano, lo que ha hecho que el diferencial de intereses a largo plazo con la UEM se reduzca hasta aproximadamente los 80 pb, su nivel más bajo en el año.

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

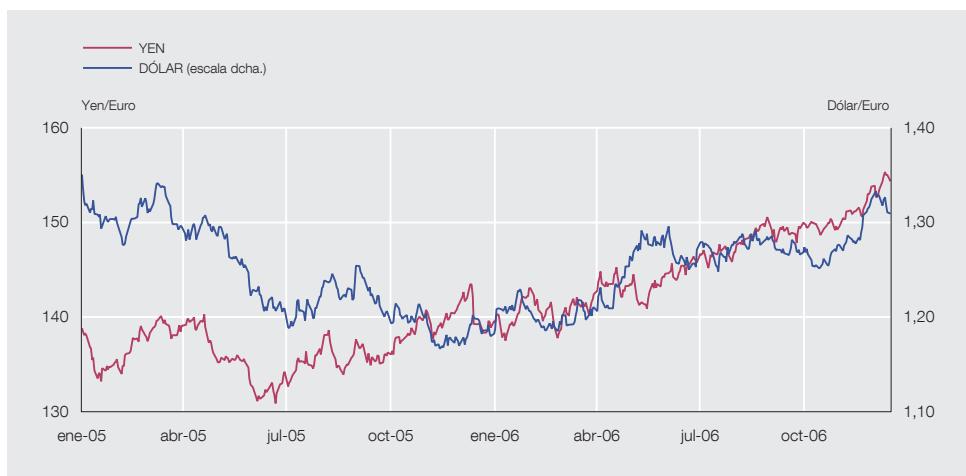
- a. Estimación con datos del mercado de swaps.  
 b. Estimados con datos del EURIBOR.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han prolongado su tendencia alcista en la primera mitad del mes de diciembre, a pesar de los nuevos incrementos registrados en el precio del petróleo y de las perspectivas de menor crecimiento económico en Estados Unidos. En este contexto, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba en los niveles máximos del año, con una revalorización acumulada de alrededor del 20%. Por lo que respecta a los mercados de divisas, en las últimas semanas el euro acrecentó su trayectoria de apreciación, llegando a alcanzar niveles superiores a 1,33 dólares a principios de mes, que han ido cediendo ligeramente a medida que avanzaba diciembre (véase gráfico 7). Por su parte, el índice del tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados siguió la misma evolución pero de forma más moderada, situándose a mediados de diciembre cerca de un 1,5% por encima del nivel de finales de octubre.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios, la tasa de variación interanual de M3 alcanzó el 8,5% en octubre, prolongándose la sustitución de instrumentos de plazo

## TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FREnte AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: BCE y Banco de España.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

	TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH	2003	2004	2005	2006				
			DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
	Crédito a vivienda		3,46	3,39	3,46	4,41	4,52	4,63	...	...
	Crédito a consumo y otros fines		6,40	6,27	6,27	7,41	7,41	7,36	...	...
	Depósitos		1,11	1,15	1,23	1,61	1,62	1,71	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)		3,75	3,44	3,59	4,40	4,38	4,58	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses		2,19	2,17	2,58	3,35	3,48	3,56	3,64	3,67
	Deuda pública a cinco años		3,47	2,98	3,04	3,73	3,68	3,73	3,70	3,70
	Deuda pública a diez años		4,34	3,64	3,37	3,89	3,76	3,81	3,75	3,74
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán		0,00	-0,00	-0,00	-0,00	0,00	0,02	0,02	0,02
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)		0,32	0,29	0,39	0,30	0,28	0,30	0,26	0,25
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)		27,44	18,70	20,56	14,15	21,87	29,74	31,57	36,92

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 15 de diciembre de 2006.

b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

d. Medias mensuales.

e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2005.

f. Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

más corto hacia los de más largo plazo. El crédito al sector privado creció a una tasa del 12%, dos décimas por debajo de la registrada el mes anterior, manteniéndose el comportamiento divergente por sectores institucionales. Así, los préstamos a empresas se aceleraron de forma moderada, en dos décimas, hasta el 12,9%, mientras que los otorgados a hogares volvieron a reducir su tasa interanual hasta el 8,7%, desde el 9,1% de septiembre. En este sentido, tanto los destinados a la adquisición de vivienda como al consumo perdieron dinamismo y sus tasas de crecimiento interanual se situaron en el 10,4% y 7,7%, respectivamente.

	2006 OCT (b)	2004 DIC	2005 DIC	2006 AGO	2006 SEP	2006 OCT
FINANCIACIÓN TOTAL	2.011,0	12,3	15,7	18,4	19,0	19,0
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.729,7	16,3	21,0	23,4	24,0	24,0
Hogares e ISFLSH	750,7	20,2	20,9	20,8	20,5	19,8
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	551,7	23,7	24,3	22,5	21,8	20,8
– Crédito para consumo y otros fines (c)	197,8	12,5	12,5	16,2	17,1	17,2
Sociedades no financieras	979,0	13,2	21,1	25,6	26,9	27,4
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	713,2	17,8	25,5	27,6	28,8	29,0
– Valores de renta fija (d)	29,6	-1,2	23,7	112,3	122,7	131,9
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	281,3	-0,1	-4,1	-3,3	-3,7	-4,5
Valores a corto plazo	32,6	-6,2	-10,9	-2,7	-1,8	-2,8
Valores a largo plazo	292,4	0,8	2,6	3,0	1,7	0,6
Créditos - depósitos (f)	-43,8	-0,1	-16,4	-17,9	-15,8	-13,8

FUENTE: Banco de España.

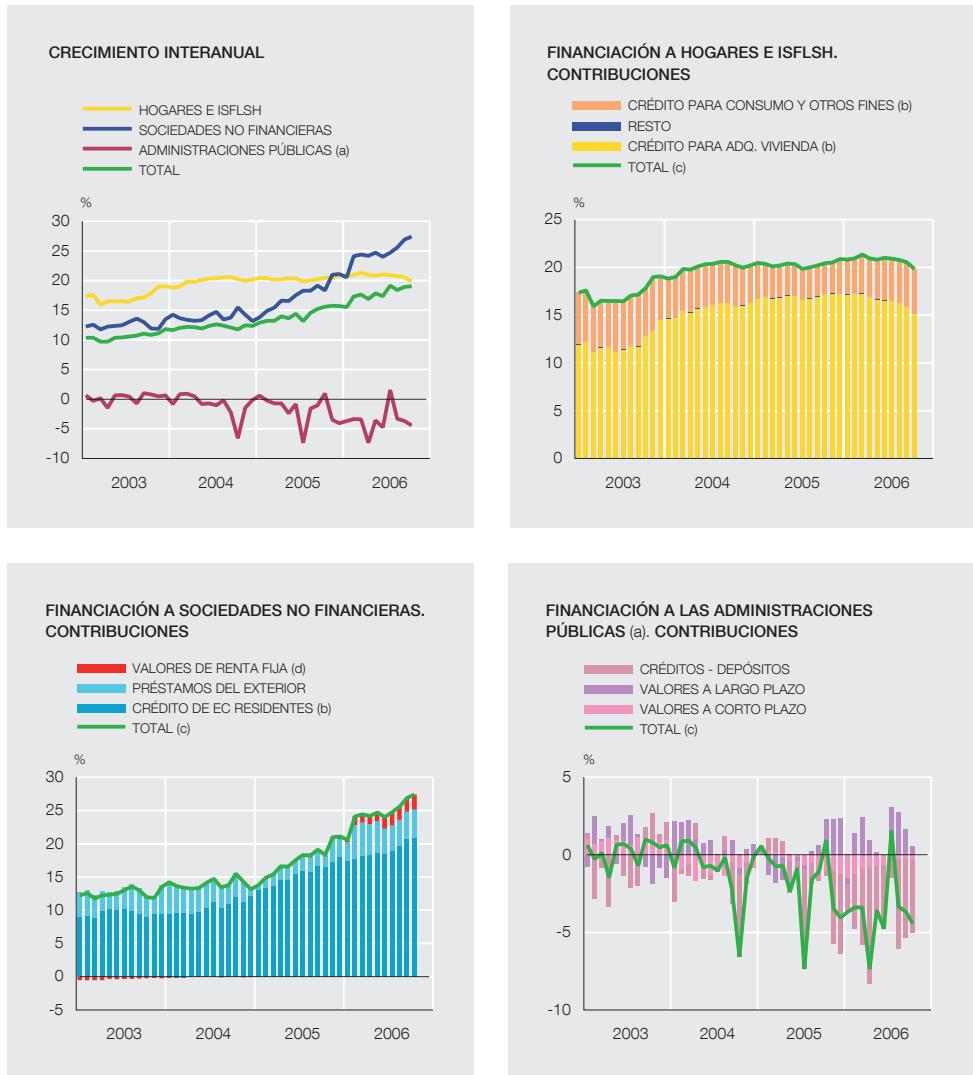
- a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.
- b. Saldo en miles de millones de euros.
- c. Incluye los créditos titulizados.
- d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
- e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- f. Variación interanual del saldo.

### Evolución financiera en España

Pese a registrarse un nuevo aumento de su coste, en octubre los recursos ajenos captados por el sector privado no financiero siguieron avanzando a tasas elevadas, al tiempo que se redujo ligeramente el ritmo de expansión de sus activos financieros más líquidos. Las tendencias de los últimos meses hacia la suave desaceleración del crédito a hogares y la aceleración del concedido a las sociedades no financieras se mantuvieron y, de acuerdo con la información provisional disponible, se habrían prolongado durante noviembre.

En el mercado de deuda pública, entre finales de octubre y la fecha de cierre de este artículo se mantuvo la trayectoria creciente de los tipos negociados en los tramos cortos, mientras que para el resto de los plazos se produjo cierto descenso, de modo que la curva de rentabilidades presenta, actualmente, una pendiente prácticamente nula. Así, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en la primera quincena de diciembre, en unos niveles del 3,67% y el 3,74%, respectivamente, lo que supone una elevación de 11 pb y un retroceso de 7 pb en relación con los correspondientes valores de octubre (véase cuadro 2). La referencia española a diez años mostró una evolución muy similar a la de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas no experimentó variaciones significativas. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se redujeron ligeramente durante el mismo período.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones continuaron elevándose en la primera parte de noviembre, produciéndose una ligera corrección en los últimos días de dicho mes. No obstante, posteriormente se retomó la tendencia alcista, alcanzándose, en algunos casos, máximos históricos. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una revalorización del 36,9% desde principios de año, evolución más favorable que la del EURO STOXX amplio de las bolsas de



FUENTE: Banco de España.

- Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- Incluye los créditos titulizados.
- Crecimiento interanual.
- Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

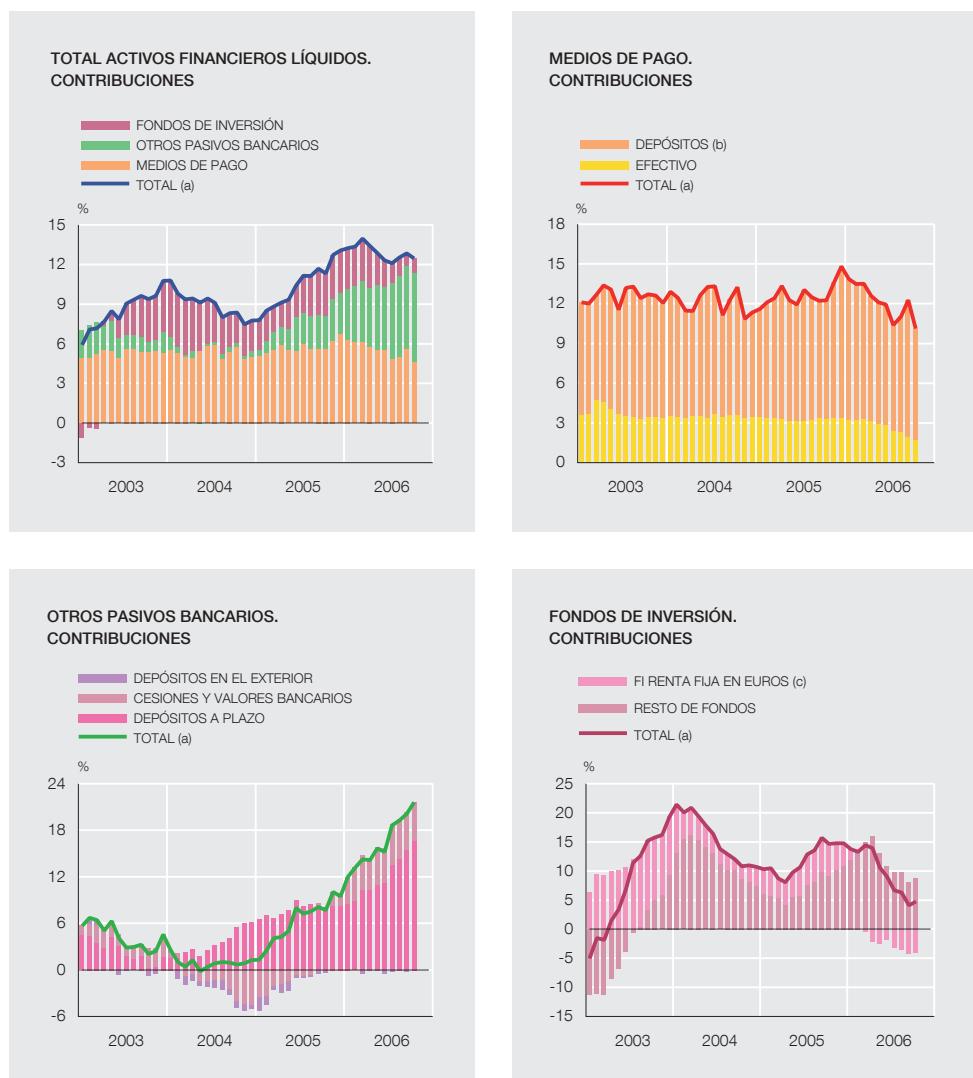
la UEM y la del S&P 500 de las de Estados Unidos, que durante el mismo período registraron unas ganancias del 20,2% y del 14,3%, respectivamente.

Los tipos de interés de las operaciones nuevas de activo y pasivo aplicados por las entidades de crédito al sector privado no financiero volvieron, en general, a incrementarse, en línea con la evolución de los mercados monetarios. Así, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda, el precio de la financiación bancaria a las sociedades y la remuneración de los depósitos de las familias aumentaron, en octubre, 11 pb, 20 pb y 9 pb, hasta alcanzar el 4,63%, 4,58% y 1,71%, respectivamente. En cambio, el tipo de interés de los créditos para consumo y otros fines de los hogares, que presenta una mayor variabilidad, se redujo ligeramente (en 5 pb), hasta el 7,36%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros avanzó en octubre a la misma tasa interanual que en el mes precedente, con un comportamiento diferenciado de los

ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS,  
HOGARES E ISFLSH

GRÁFICO 9



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

distintos agentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, la aceleración de los recursos captados por las sociedades, que presentaron un ritmo de expansión superior al 27%, fue neutralizada por la mayor contracción de los fondos ajenos de las AAPP y la ligera desaceleración de la deuda de las familias, que no obstante creció en torno al 20% en relación con el mismo período del año anterior.

La desagregación por finalidades muestra que la evolución de los pasivos de los hogares en octubre vino determinada por la continuación de la trayectoria de ligera desaceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda, aunque su tasa de crecimiento sigue estando próxima al 21%, y por el mantenimiento del ritmo de expansión de los recursos destinados al consumo y otros fines, que avanzaron en torno al 17%. Por su parte, el mayor dinamismo de los fondos captados por las sociedades no financieras obedeció fundamentalmente al comportamiento del crédito otorgado por las entidades residentes, que creció un 29% en relación con el mismo período del año anterior, y, en menor medida, a la aceleración de la financiación re-

cibida a través de emisiones de valores de renta fija. La información provisional sobre la deuda del sector privado en noviembre evidencia una continuidad de las mismas tendencias del mes precedente.

La financiación recibida por las AAPP volvió a registrar una tasa de crecimiento interanual negativa, que se situó en el -4,5%, casi un punto porcentual por debajo de la de septiembre. Este retroceso de los fondos captados, en relación con el mismo mes de 2005, fue consecuencia de la amortización neta de valores a corto plazo y de la disminución del saldo entre crédito y depósitos, que no llegaron a ser compensadas por la emisión neta de títulos a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se desaceleraron ligeramente en octubre, tras el repunte observado a finales del tercer trimestre. Esta evolución fue consecuencia de la reducción de la tasa de expansión interanual de los medios de pago, que no fue totalmente contrarrestada por la aceleración de los *otros pasivos bancarios* y de los fondos de inversión (véase gráfico 9). Dentro de estos últimos, los de renta fija en euros continuaron contribuyendo negativamente al avance del agregado, al tiempo que las restantes categorías presentaron mayor dinamismo que en septiembre. La información provisional correspondiente a noviembre apunta a que durante dicho período no se produjeron cambios significativos en las pautas del mes anterior.

26.12.2006.